【专题报告】

“十倍股”的研究

- 我们首先站在时间序列的角度上，对 2009 年以来历年高涨幅的股票做了一个简单的梳理，并从市场环境、市值效应、新股效应、资产重组四个角度对其进行了分析。最终我们发现，从每年来看，市场环境是决定股票上涨与否的先决条件，而市值效应、新股效应和以资产重组为代表的种种事件性因素，仅仅能在短期内对股价产生影响。

- 其次，我们以 2018 年 7 月 31 日静态时点作为分析的基本时点，着重选取了近十年中长期来看跨越牛熊的“十倍股”，并考察其特征。

- 最后，我们以价值投资理论为指导，从廉价和优质两个角度对整个“十倍股”股票池进行了分析和收益率的拆解。通过分析我们发现，A 股市场的“十倍股”从各个角度均与价值投资理论不谋而合：拉长时间区间来看，“十倍股”的收益率整体来自于盈利能力的不断增强，而估值在这一过程中反而呈现下降趋势。

- **风险提示：**
  模型基于历史数据，存在失效风险。

华创证券研究所

证券分析师：陈杰

电话：021-20572557-2609
邮箱：chenjie@hcyjs.com
执业编号：S0360517110002

证券分析师：王小川

电话：021-20572528
邮箱：wangxiaochuan@hcyjs.com
执业编号：S0360517100001

相关研究报告

《华创金工 CTA 系列专题报告（二）——持仓博弈异常信号在金融期货上的应用》
2018-07-09
《基于基金行业仓位测算的行业轮动策略》
2018-08-13
《评价基金行业轮动能力的新指标》
2018-08-21
《分析师推荐信号深入挖掘》
2018-08-23
《华创金工形态选股系列之一：基于杯柄形态的识别与交易探索》
2018-09-04

未经许可，禁止转载

目 录

一、前言 4
二、市场回顾 4
（一）股改以来的中国股市 4
（二）宏观经济是股市走势的风向标 4
（三）时间序列上的高涨幅股票 6
1、牛熊市效应 6
2、小市值效应 8
3、新股效应 10
4、重大资产重组 12
5、小结 12
三、如何理解股价的变动 12
四、“十倍股”的研究 15
（一）“十倍股”的选取 15
（二）“十倍股”特征 16
1、数值特征 16
2、行业分布 17
（三）“十倍股”的价格拆解 17
（四）高增长股票的表现 20
（五）另一种角度 21
五、总结 24

图表目录

图表 1 GDP 增速与同期主要指数走势时序图 4
图表 2 全 A 市场平均商誉与净资产比例关系时序图 5
图表 3 创业板平均商誉与净资产比例关系时序图 5
图表 4 每年涨幅阈值以上股票数量与全 A 股票数量时序图 6
图表 5 每年涨幅阈值之上的股票行业分布情况 7
图表 6 全区间高涨幅股票行业平均占比排名 7
图表 7 “牛市”（2009/2014/2015）高涨幅股票行业平均占比排名 8
图表 8 “熊市”（2010/2011/2012/2013/2016/2017/2018）高涨幅股票行业平均占比排名 8
图表 9 每年涨幅阈值之上的股票与全 A 平均市值对比情况图 9
图表 10 历年 35%分位数市值水平 9
图表 11 大、小市值股票中当年高涨幅股票数量情况图 10
图表 12 历年高涨幅股票新股占比情况图 11
图表 13 历年新股与高涨幅股票平均收益率变化时序图 11
图表 14 并购资产重组事件股票涨幅变化时序图 12
图表 15 贵州茅台股票价格拆解图 15
图表 16 “十倍股”名称列表 16
图表 17 “十倍股”绝对数量行业分布图 17
图表 18 “十倍股”相对占比行业分布图 17
图表 19 “十倍股”均值价格拆解 18
图表 20 “十倍股”中位数价格拆解 18
图表 21 “十倍股”截面 PE 情况时序图 19
图表 22 “十倍股”截面 EPS 情况时序图 19
图表 23 业绩高增速股票等权累积收益率时序图 20
图表 24 业绩高增速股票收益率拆解图 21
图表 25 持有上年度业绩增速最快股票等权累积收益率时序图 22
图表 26 持有上年度业绩增速最快股票等权累积收益率拆解图 22
图表 27 持有未来一年业绩增速最快股票等权累积收益率时序图 23
图表 28 持有未来一年业绩增速最快股票等权累积收益率拆解图 23

一、前言

中国股市自 1989 年开始试点以来，已经走过了将近三十个年头。古人云，“知史以明鉴，查古以至今”，历史总是惊人地相似。学习历史，研究历史，不仅能够让我们在前人的耕耘上有进一步的收获，也可以让我们认识到在市场面前自身的渺小与卑微。时刻保持一颗谦卑之心，在投资中不仅必要，也显得难能可贵。

在这篇报告中，我们将对过去近十年中国 A 股市场中的牛股进行回顾，并着重选取其中的“十倍股”进行深入分析，以求从中总结出有效信息，抛砖引玉。

二、市场回顾

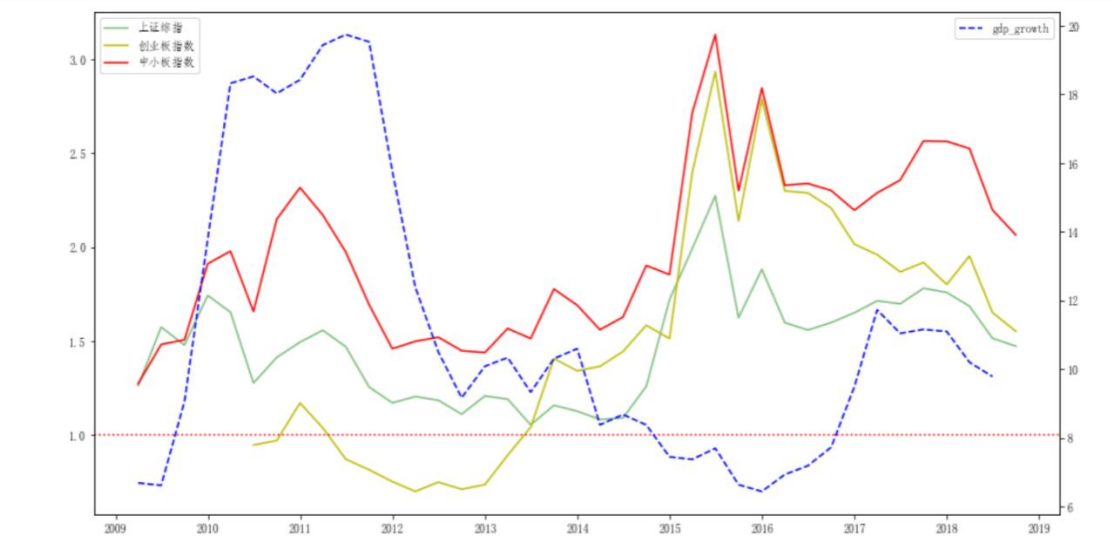
（一）股改以来的中国股市

因为历史原因，在 1989 年 A 股市场试点初期，我国股市上有将近三分之二的股权并不能在市场上自由流通，这就是通常所说的国有股和法人股。由于同股不同权的股权分置现象广泛在 A 股早期市场中存在，掌握非流通股的大股东不关心股价的涨跌，不维护中小投资者的利益。因此，自 1998 年起，国务院先后三次尝试对我国 A 股市场进行股权分置改革，意图消除上述不合理现象。据统计，截止 2007 年 12 月 31 日，沪深两地上市公司中已有 97%完成了股权分置改革，这一划时代的举措意味着我国 A 股市场真正意义上实现了自由全流通。

虽然股权分置改革的完成促进了我国 A 股市场的进一步健康发展，然而好景不长，2007 年 4 月美国第二大次级房贷公司——新世纪金融公司破产，次级抵押债券风险初露端倪，A 股市场随之轰然倒塌：自 2007 年 10 月 17 日至 2008 年 10 月 28 日，上证综指从 6124.04 点跌至 1664.93，回撤幅度高达-72.81%。

（二）宏观经济是股市走势的风向标

图表 1　GDP 增速与同期主要指数走势时序图



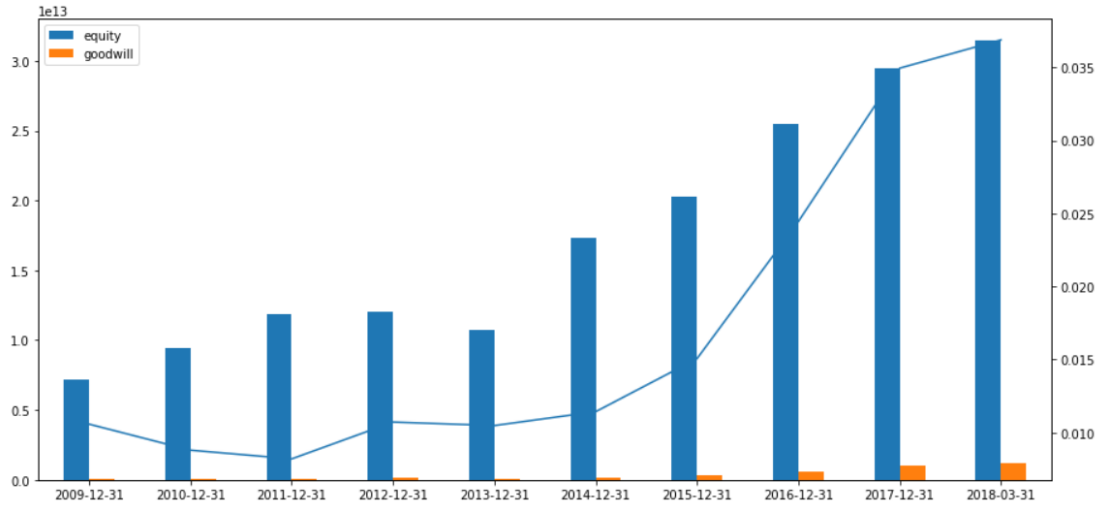
资料来源：通联数据，华创证券

伴随着四万亿计划的推出，我国 GDP 在整个 2009 年至 2012 年初有了一个较快的增速，同期 A 股市场也走出了强势反弹的行情。整体来看，A 股市场的走势与 GDP 长期增速基本一致，但 A 股市场的波动一般会表现的更加剧烈。

需要注意的是，2013 年到 2015 年，尽管 GDP 增速持续放缓，股市却迎来了一波牛市：自 2014 年中期开始，以沪深 300 指数为例，两者出现了明显的背离，这是自 2005 年以来从未出现过的情形，且背离的时间之久与幅度之

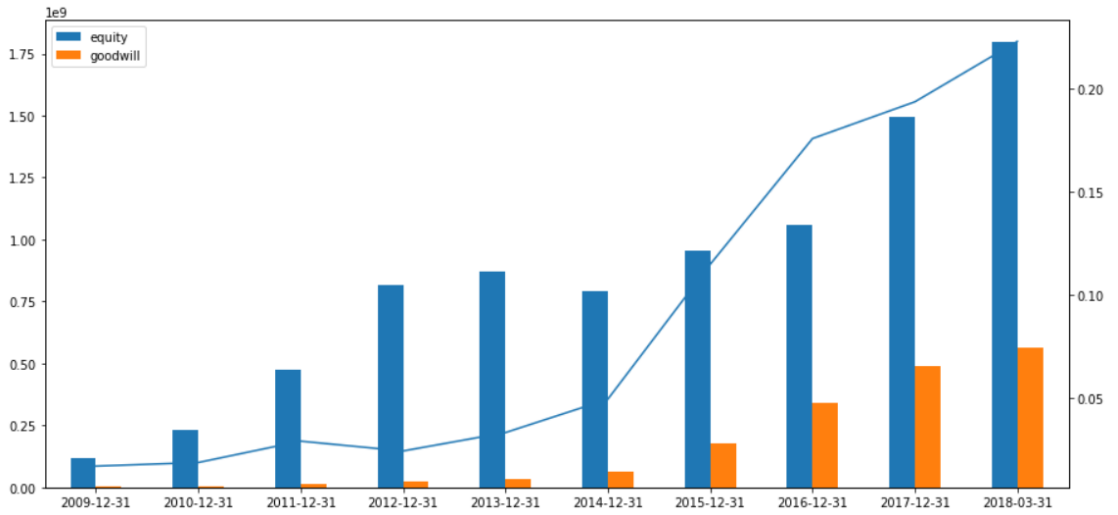
大，可以说十分罕见。事后来看，这轮牛市一方面源自于政策上不断地降息、降准，希望以宽松的货币政策刺激市场上资金量的盘活；另一方面，监管政策对于上市公司再融资审批的放松与 IPO 受限的背景相结合，使得整个 2013 年到 2016 年增发的公司家数和金额都出现了巨幅增长：据统计，2014 年全年 A 股企业增发募资 6911 亿元，是同年 IPO 募资额 669 亿元的 10 倍，而这一数字在 2016 年甚至达到惊人的 1.46 万亿。这些增发募资行为催生了大量并购重组交易，进而使得 2013 年至 2015 年创业板股票基本面同比增速表现异常抢眼。然而，这其中大量盈利同比增速均来自于并购发生首年的子公司利润并表。未来，这一历史时期所形成的巨额商誉究竟会对 A 股市场带来何种冲击，我们目前尚不得而知。

图表 2　全 A 市场平均商誉与净资产比例关系时序图



资料来源：通联数据，华创证券

图表 3　创业板平均商誉与净资产比例关系时序图



资料来源：通联数据，华创证券

然而，若不考虑这轮牛市的特殊性，我们不难得出一个结论：股票市场的上涨归根到底要与宏观经济的发展保持同步，政策牛市未来再次出现的概率难以事前估计。任何时间节点上，脱离了经济环境而谈论牛股，这一行为本身没有任何意义。

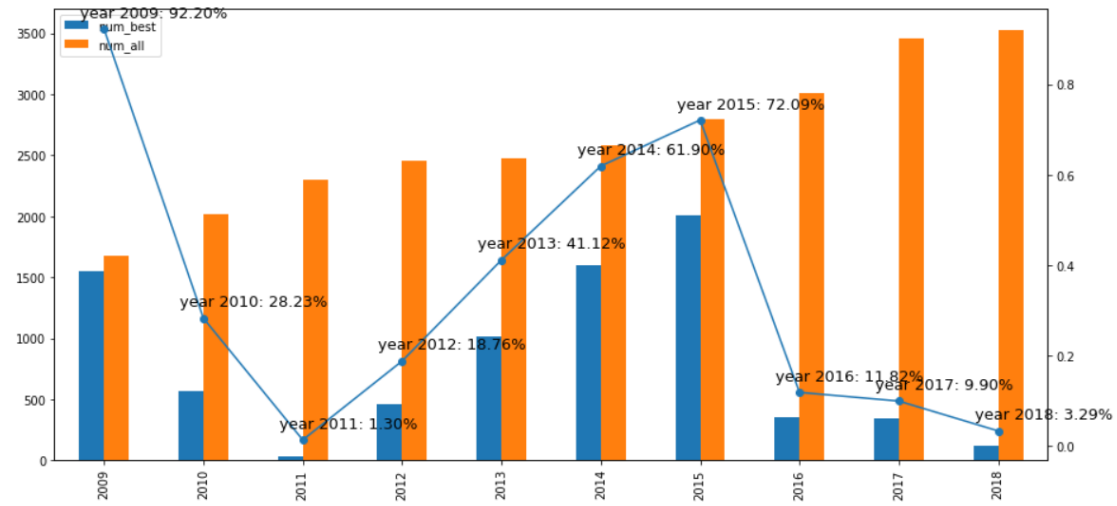
（三）时间序列上的高涨幅股票

当我们说起“十倍股”，大多数时候，都会在上面加一个时间窗口——十年。仿佛不知道从什么时候开始起，十年十倍成为了市场上大多数投资者所追逐的长期投资目标。

首先明确一点，对于二级市场的投资者来说，十年十倍应该明确为股价的十倍；如果一只股票十年股价上涨十倍，则每年对应的上涨幅度为 25.89%，我们近似取 25%作为一个涨幅阈值，来考察自 2009 年 1 月 1 日至 2018 年 7 月 31 日时间区间内每年涨幅超过该阈值的股票及其相关特征。

1、牛熊市效应

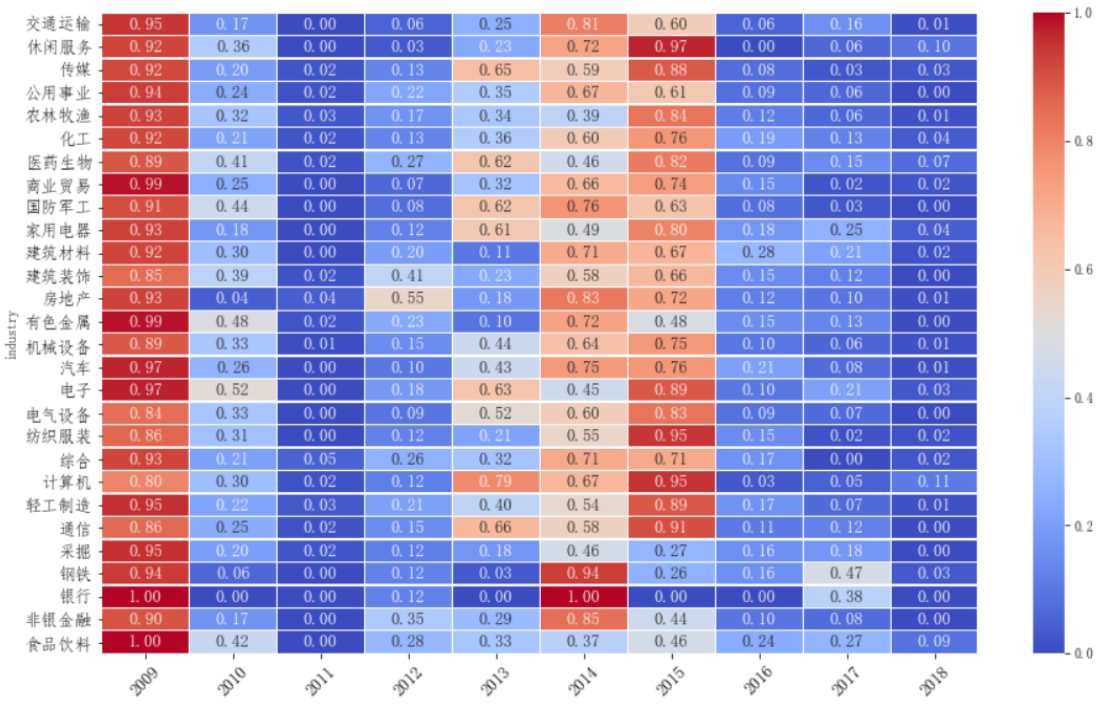
图表 4　每年涨幅阈值以上股票数量与全 A 股票数量时序图



资料来源：通联数据，华创证券

（上图中，蓝、橙色柱体分别表示当年涨幅阈值之上的股票数量和全 A 股票数量，折线则代表当年涨幅阈值之上的股票数量占全 A 股票数量的百分比）

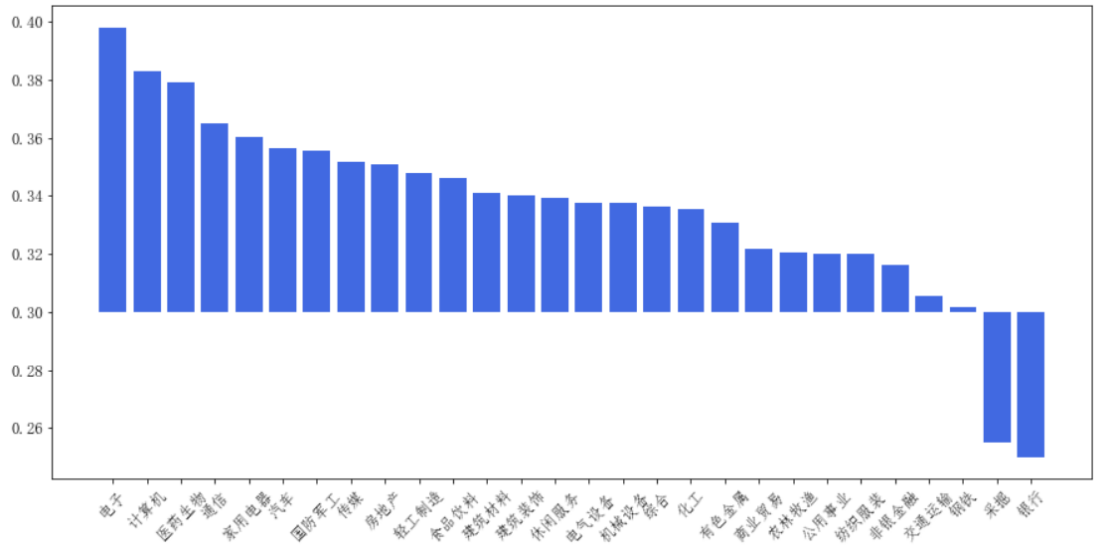
图表 5　每年涨幅阈值之上的股票行业分布情况



资料来源：通联数据，华创证券

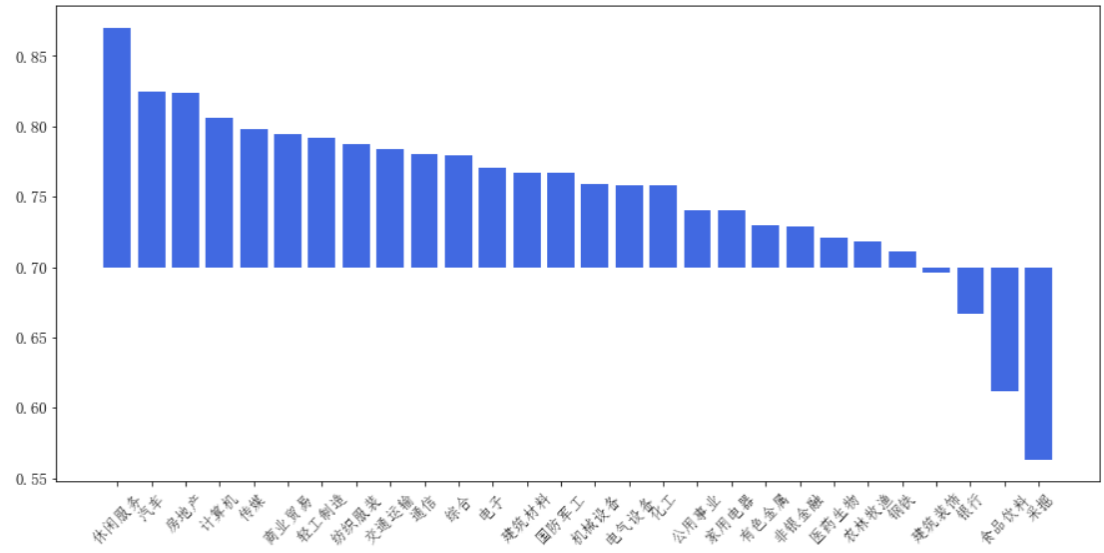
上面两幅图中，我们分别统计了从 2009 年开始，每年中涨幅超过 25%的股票在全 A 股票中数量的占比和不同行业下相对当年行业中总股票数量的占比。不难发现，在“牛市”年份中（如 2009 年、2014 年和 2015 年），实现 25%的收益率是一件极其容易的事情。在这些年份中，甚至对于行业的选取似乎都显得无足轻重：以 2009 年为例，当年全 A 股票中单年十倍股数量占比高达 92%，从行业角度来看，即使是最差的计算机行业，当年涨幅超过 25%的股票数量占比也超过了 80%。

图表 6　全区间高涨幅股票行业平均占比排名



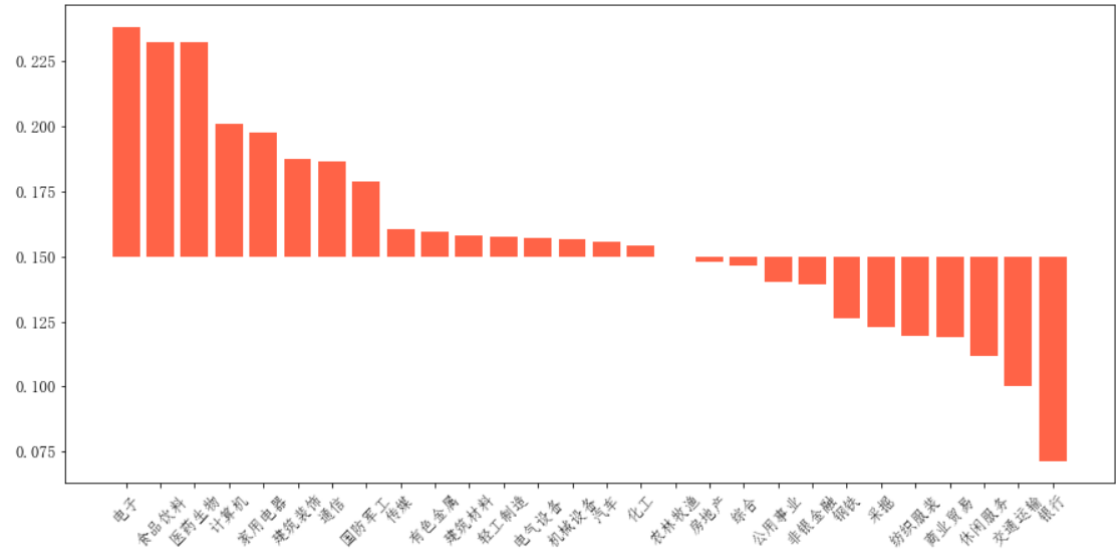
资料来源：通联数据，华创证券

图表 7 “牛市”（2009/2014/2015）高涨幅股票行业平均占比排名



资料来源：通联数据，华创证券

图表 8 “熊市”（2010/2011/2012/2013/2016/2017/2018）高涨幅股票行业平均占比排名



资料来源：通联数据，华创证券

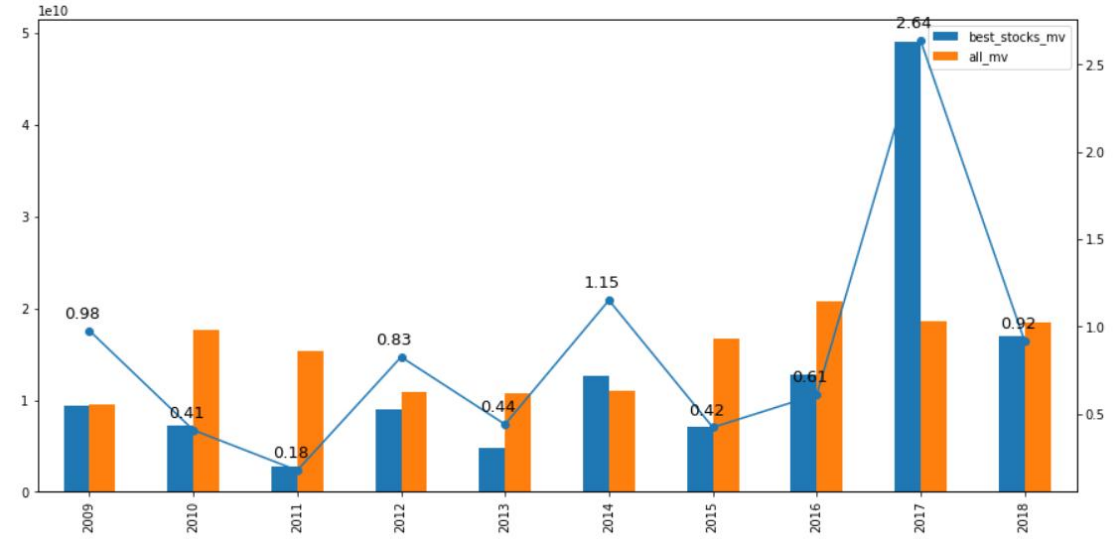
我们也分别对于不同行情下的年份中行业内产生十倍股的情况做了单独的统计，结果发现：在“牛市”中，休闲服务、汽车、房地产、计算机、传媒等行业中产生高涨幅股票的概率更大；在“熊市”年份中，电子、食品饮料、医药生物、计算机和家用电器等行业中高涨幅股票的概率更大。市场上常说的“熊市喝酒吃药”行情，看来并非全无道理。

2、 小市值效应

在 A 股市场普遍有一个认识，小市值股票由于其具有壳资源的稀缺价值，因而往往能够产生超额收益；同时，也由于我国 A 股相对特殊的投资者结构，大量散户倾向于购买小市值股票，因而游资也热衷于炒作该类型股票。然而，事实是否真的如此呢？

我们对每年涨幅阈值以上的股票进行了市值方面的相关统计，结果如下：

图表 9　每年涨幅阈值之上的股票与全 A 平均市值对比情况图



资料来源：通联数据，华创证券

（上图中，蓝、橙色柱体分别表示当年涨幅阈值之上的股票平均市值和全 A 股票平均市值，折线则代表两个平均市值的比值）

首先，我们统计了当年涨幅阈值之上的股票其年初市值相对于年初全 A 股票平均市值的情况。经过对比，我们发现在大部分年份中，每年中涨幅较高的股票其平均市值确实低于全 A 股票的平均市值，然而这一现象并不稳定，且从 2017 年以来有了明显的倒挂迹象。另外，从整体上来看，自 2012 年开始，全部的年内高涨幅股票的平均市值情况与全 A 平均市值情况相比，有一个较为明显的缓慢提升趋势。

其次，我们按照每年年初全市场股票 35%分位数的市值作为大小市值股票的分界线，分别统计了每一年划分大小市值的分界线数字。

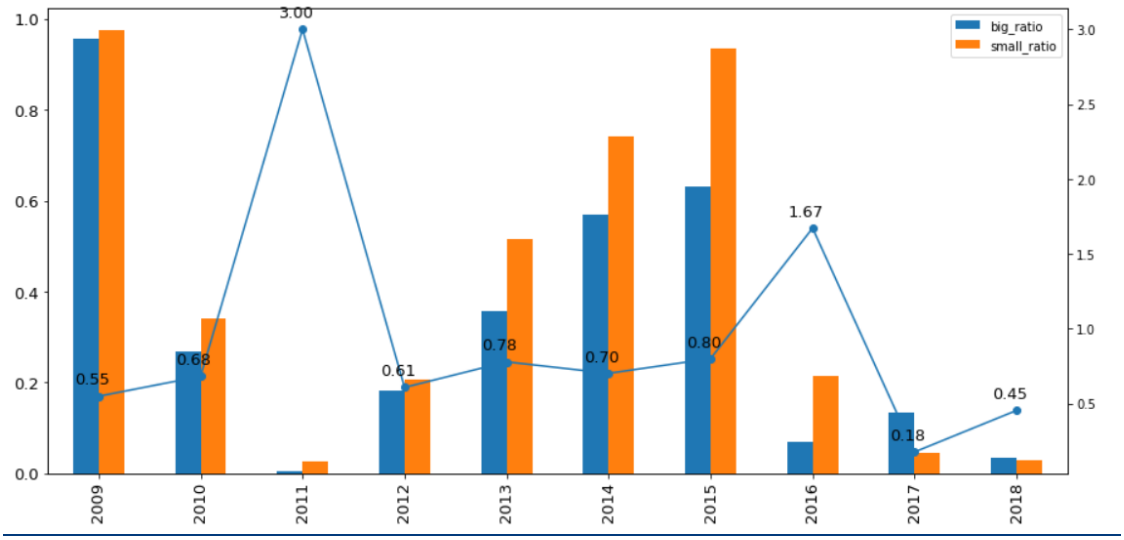
图表 10　历年 35%分位数市值水平

年份	35%分位数市值（单位：亿元）
2009	13.33
2010	31.52
2011	35.83
2012	23.14
2013	22.98
2014	28.08
2015	40.85
2016	73.13
2017	66.85
2018	47.91

资料来源：通联数据，华创证券

最后，我们统计了当年涨幅超过 25%的股票中大小市值股票相对于全 A 大小市值标准下全部股票的相对占比情况，以及每年涨幅超过 25%的股票中小市值股票绝对数量与大市值股票绝对数量的比值，结果如下：

图表 21　大、小市值股票中当年高涨幅股票数量情况图



资料来源：通联数据，华创证券

（图中蓝、橙色柱体分别代表当年高涨幅股票中大市值股票和小市值股票相对于当年全 A 股票中大市值股票和小市值股票数量的占比，折线代表了当年高涨幅股票中小市值股票数量与大市值股票数量的比值）

这里，我们可以观察得到几个结论：第一，过去我们常说 50 亿以下就是小市值股票，其实并不尽然，当以 35%分位数的市值水平作为大小市值的分界线时，我们发现在 2015 年之前大量的小市值股票其市值水平远远低于 40 亿；第二，尽管在 2016 年以前，每年小市值股票池中涨幅超过 25%的股票相对占比均高于大市值股票，但这一差距并不算明显。若考虑到大小市值股票的绝对数量，则小市值股票更是远远少于大市值股票；第三，在 2017 年之后，大小市值高涨幅股票的相对占比出现了明显的倒挂现象，这一现象后期能否持续还未能可知；第四，我们发现高涨幅股票中的小市值股票数量明显超过了大市值股票数量，这或许与行情较差年份，游资热衷于炒作题材股有关，印证了人们常说的“牛市消灭仙股，熊市创造仙股”的逻辑。

另外，我们此处想指出一个有意思的现象，那就是投资者中普遍存在的短视效应：从上图中我们可以明显的看到，其实排除了 2013 年-2015 年这波牛市后，大部分时间下即使存在着小股票更容易上涨的现象，这一现象也是极不明显的，然而 2015 年这波创业板引领的政策牛市，使得越来越多人把注意力放在了市值因子上。实际上，这可能仅仅是一个短视偏差。

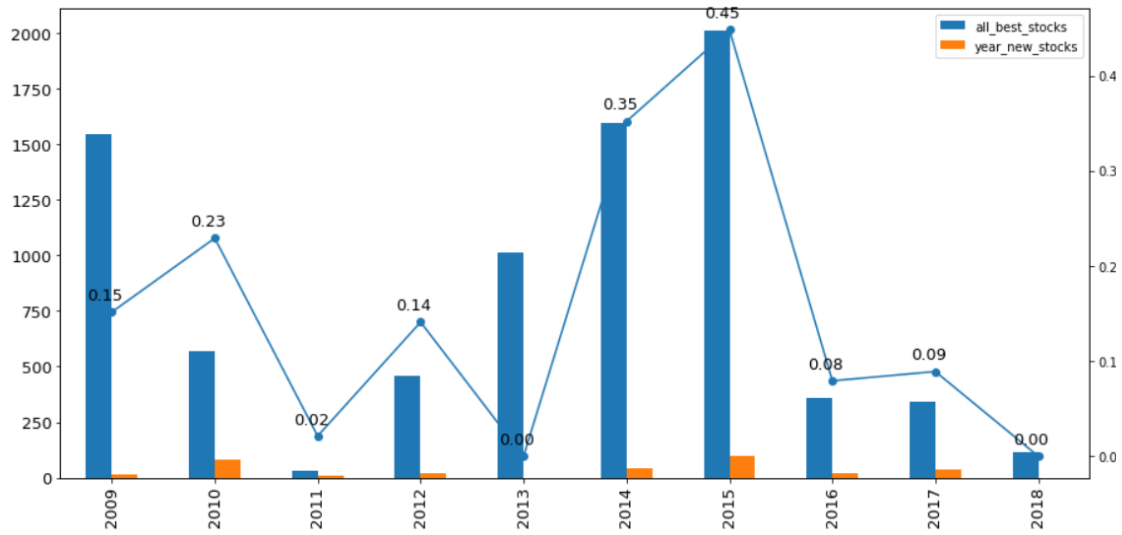
总而言之我们认为，小市值效应，在考虑了小市值股票的整体数量后，即使是 2017 年以前也可能并不如大家想象中的那么明显。

3、新股效应

由于上市审批制的特色政策，A 股市场一直以来处于一个相对供需不平衡的市场状态。因此，炒新股便成为了 A 股市场上一个独具特色的现象，新股的不败神话几乎成为了过去 30 年时间中最“颠扑不破”的魔咒之一。特别是当新股处于一个相对较新、发展较快、未来业务具有巨大想象空间的行业中，这样的标的更是受到市场疯狂的追捧。

我们统计了过去十年中每年涨幅超过 25%股票中同年上市的新股、次新股占比，结果如下：

图表 12　历年高涨幅股票新股占比情况图



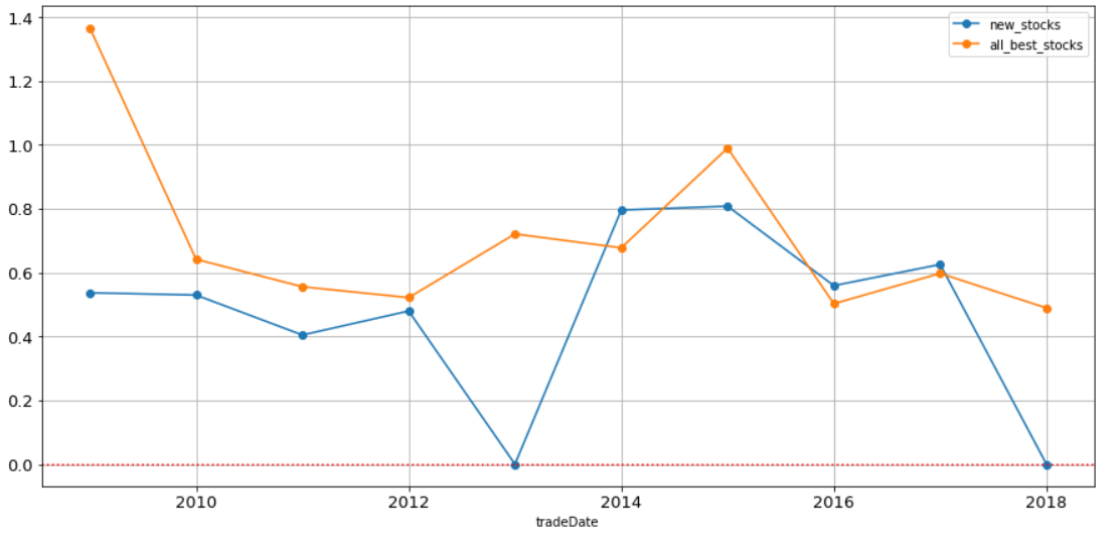
资料来源：通联数据，华创证券

（图中蓝、橙色柱体分别代表当年的高涨幅股票以及高涨幅股票中同年上市的新股数量，折线代表当年高涨幅股票中新股数量相对于当年全年上市的新股数量的比值情况）

首先需要明确的是，过去一些对于新股的统计上，研究者往往会按照新股上市日价格或上市日首日的收盘价格来计算新股当年的涨跌幅，这一做法得到的结果其实并不准确。因此，我们采用了另一种方式，按照其首个非连板交易日下一日的收盘价作为买入价格计算其年度涨跌幅，从而保证了计算出的新股收益率相对来说更具参考价值。

有了上述认识后，我们发现，从时间序列上来看，每年的高涨幅股票中新股的占比数量非常低，这一数字可能远远低于投资者普遍的心理预期；即使考虑到高涨幅新股相对于同年全部新股数量来看，这一情况也没有显著的改观。整个区间内，仅有 2015 年全年新股中有 45%的新股超过了 25%的涨幅，剩余年份则大部分维持在 10%以下水平。

图表 33　历年新股与高涨幅股票平均收益率变化时序图



资料来源：通联数据，华创证券

同时，在时间序列上对单年十倍股按照新股和非新股对涨跌幅情况进行观察，我们发现新股整体上也不存在任

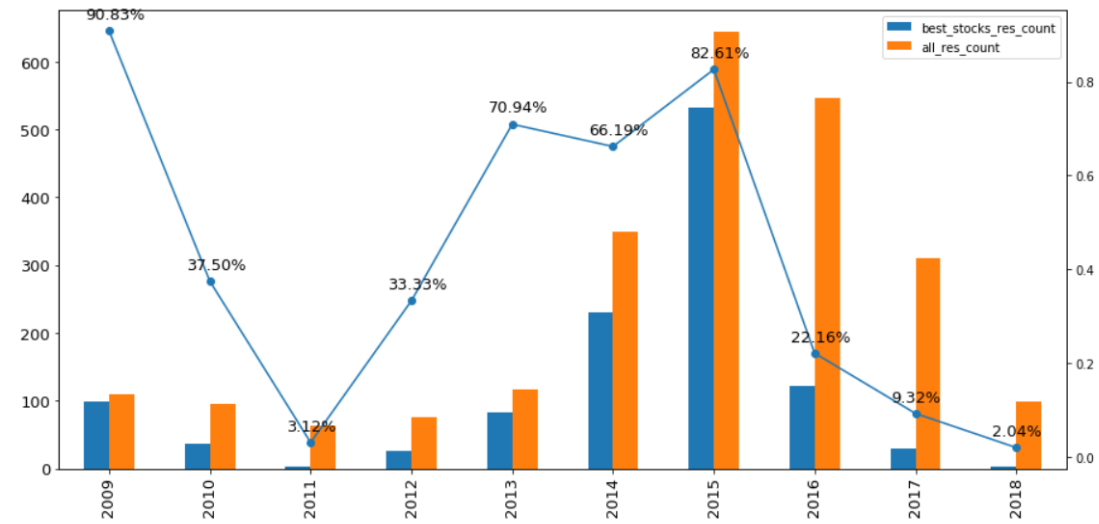
何绝对优势。

4、重大资产重组

A 股市场中，一般认为重大资产重组属于利好事件。只要重组不失败，股票复牌之后往往出现多个涨停板。然而，这一理解真的与事实相符吗？

我们对于重大资产重组事件进行了统计，以重大资产重组事件的初次公告日来定义其发生年份，并按年统计当年出现重大资产重组事件公告的公司中年涨幅超过 25%的股票相对于当年所有进行重大资产重组公告的股票数量的占比情况。

图表 44　并购资产重组事件股票涨幅变化时序图



资料来源：通联数据，华创证券

（图中蓝、橙色柱体分别代表当年发生并购重组公告的股票涨幅大于 25%的股票数量和全部发生并购重组公告的股票数量，折线代表了并购重组股票占高涨幅股票的比例）

可以明显看出，在如 2009 年、2014 年和 2015 年这种股市整体行情较好的年份中，重大资产重组事件往往能够起到催化剂的效果；然而，当股市整体行情较差时，重大重组事件对股票涨跌幅的影响会急剧下降。

5、小结

至此，我们已经对最近十年中的历年高涨幅股票做了一个简单的研究。根据我们的研究发现，牛股产生与大盘行情高度相关，而大盘的好坏又与宏观经济有着紧密的联系。在牛市中，我们不需要对行业做过多的选择，就可以获取一个很好的收益，而在熊市中，电子、食品饮料、医药生物、计算机和家用电器等行业相对来说更具备防御性。另外，投资者普遍认为的小市值效应、新股效应在最近十年的市场上并不显著，即使是重大资产重组这一偏利好的事件，也仅仅会在牛市中起到一个助燃剂的效果。本质上来说，股票真正的上涨更依赖于其背后公司业绩自身的好坏，尤其是当我们把研究的时间区间拉长，跨越多个牛熊市时，这一点会更加显著，我们将在下面的报告中对这一点进行更加深入的证明和分析。

三、如何理解股价的变动

Eugene F. Fama（1970）[1]认为，在一个不存在任何交易成本和买卖价差的高效市场中，证券的价格会完全反映

[1] *Fama E F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work[J]. Journal of Finance, 1970, 25(2):383-417.*

其价值，错误定价是不存在的。此时，股票的价格在任何时点都应该等于其未来股利现金流的折现值：

$$P_t = \sum_{k=0}^{\infty} \frac{E_t D_{t+k}}{(1+\delta)^{k+1}}$$

其中，$E_t D_{t+k}$ 为考虑了 t 时刻全部信息后对 $t+k$ 时刻股利的期望值，而 δ 表示折现率。

尽管有效市场假说给出了完美市场下的股票价格计算方法（前提是我们可以用未来股利的折现值来定义当前公司的合理价值），但其无法解释的是，在短暂的市场行情中，为何股价会在一定程度上偏离公司的“合理”价值？耶鲁大学经济学教授 Shiller（1984）[2]提出， 市场中存在聪明的投资者，其对股票在 t 时刻的需求量 Q_t 为：

$$Q_t = \frac{(E_t R_t - \rho)}{\varphi}$$

其中，$E_t R_t$ 为 t 时刻股票收益率的期望值，ρ 和 φ 则均为常数。ρ 为当聪明投资者对股票需求量为 0 时对应的期望收益率，而 φ 表示吸引聪明投资者持有股票的风险溢价。Shiller 认为，在这种市场假设下市场将在 $Q_t + \frac{Y_t}{P_t} = 1$ 时达到均衡状态，其中 Y_t 表示普通投资者要求的每股股票价值的总和。在上述条件下，Shiller 求解出的股票市场价格模型为：

$$P_t = \sum_{k=0}^{\infty} \frac{E_t D_{t+k} + \varphi E_t Y_{t+k}}{(1+\rho+\varphi)^{k+1}}$$

其中，φ 可以被视作套利成本。当套利成本不存在时，上述模型等价于有效市场假说下的估值模型。

我们知道，价值投资理论中，最为核心的两个部分就是估值与盈利。简单地说，价值投资理论认为我们应该用便宜的股票去买入质地最好、盈利能力最强的公司。这一简单却行之有效的理念，已经在投资界成为了一个基本的共识，数年来投资大家也已经身体力行证明了其可行性。这一点，从华创金工之前推出的大师系列报告也可以看到：虽然每个大师在选股时考虑的具体指标是不尽相同的，但其背后的理念都是价值投资理论，只不过不同的大师以不同的指标来评估一家企业是否足够便宜、是否足够优质。如彼得·林奇使用 PEG 代替 PE；詹姆斯·奥肖内西则认为在对企业估值时更应该看重市销率和市现率等指标。

然而，我们认为，在当今时代过分强调低估值，尤其是较低的市净率，是并不符合市场现状的。事实上，格雷厄姆最早提出价值投资理论时正值美国股灾之后（1929 年美国股市年夜崩盘），当时可以说是一个“遍地黄金”的时代。然而今天的 A 股市场，由于优质标的的稀缺性和市场的投资者结构，我们已经很难找到既“廉价”又“优质”的股票。举例来说，考虑某公司当前市盈率 100 倍，其业绩以每年 50%的速度增长，则三年后该公司的 PE 将降至 30 倍以下。因此，静态上对优质股票的“廉价”要求与现实情况有较大出入。

尽管如此，价值投资的核心思想是没有问题的。因此，我们认为，在逆向分析股票价格上涨的因素时，相对来说行之有效且有意义的方式，就是对股票的价格波动进行拆解，搞清楚其价格波动的具体来源。

根据市盈率 P/E 的计算公式：

2 Shiller R J, Fischer S, Friedman B M. Stock Prices and Social Dynamics[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1984, 1984(2):457-510.

$$PE = \frac{price}{EPS}$$

对该式进行简单变换并取对数后，可以得到：

$$\log(price) = \log(PE \times EPS) = \log(PE) + \log(EPS)$$

因此，我们可以认为，股票价格的波动，来自于 PE 的波动和 EPS 的波动：

$$Growth_{price} = Growth_{pe} \times Growth_{eps}$$

$$\log(Growth_{price}) = \log(Growth_{pe} \times Growth_{eps}) = \log(Growth_{pe}) + \log(Growth_{eps})$$

换句话说，股票前复权股价变化率来自于两部分，第一是估值的变化，第二是盈利的变化。

下一步，我们的任务是，如何找到这两部分的代理变量。

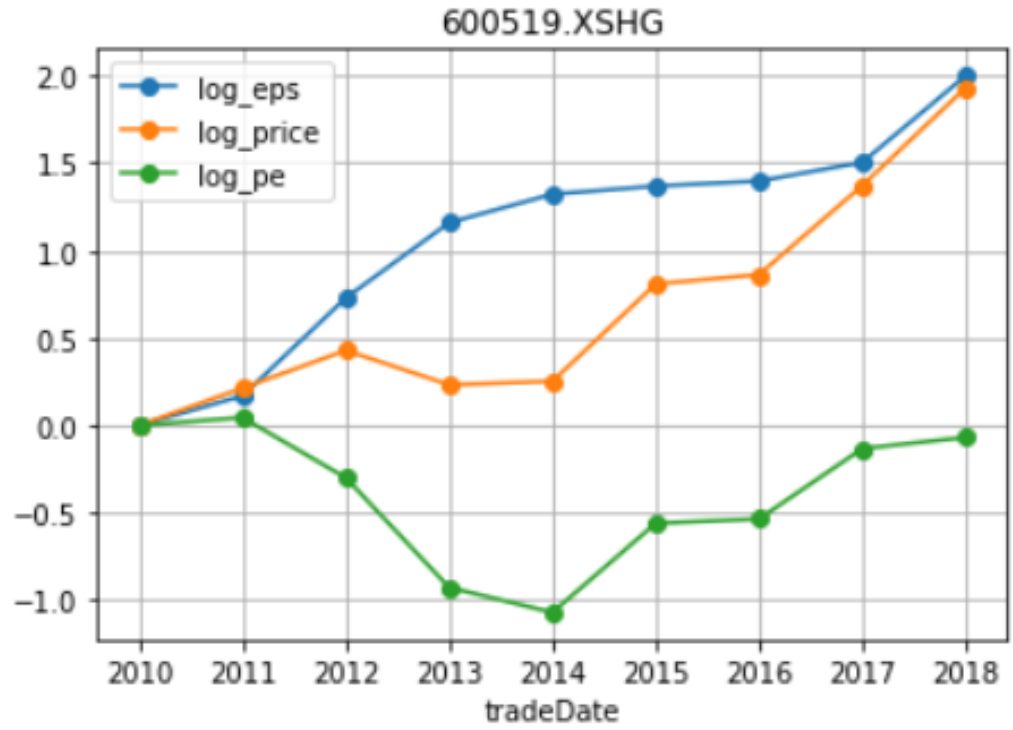
对于盈利的变化来说，我们最先想到的就是净利润数字，但是净利润数字最大的问题在于它无法有效地区分净利润中由增发所带来的影响。换句话说，公司的总市值不仅仅由股价决定，也由股本数量决定。

其次想到的就是 EPS，但 EPS 存在的问题是，它无法解决股本的变动问题：当仅有复权因子发生变化时，说明进行了现金分红，此时 EPS 是准确的；当仅有总股本数量发生变化时，说明进行了增发，此时 EPS 也是准确的；但如果复权因子和总股本数量同时变化时，则说明进行了股票的送转，此时的 EPS 其实是被稀释了的，需要根据实际持有的总股票数量进行调整。这种方法在实际操作中相对比较复杂，为了简化这个过程，我们采用另一种做法，即通过报表公布日当天的总利润与总市值数字来计算 P/E 值，这种方式计算出的 P/E 值可以确保在报表公布日当天是准确且考虑了分红和股票变化情况的；再以该 P/E 值和当天的股票价格反向推算出 EPS。这种方式计算出的 EPS 数值，在这一时间点上是考虑了股本变化的修正后 EPS，而该修正后 EPS 每一期的变化就可以作为盈利变化的代理变量。

确认了盈利的变化，那么根据上面提到的分解公式，则剩余股票价格的变化部分就来自于估值的变化。

这里我们对贵州茅台进行一个拆解，简单来看一下拆解的结果：

图表 55 贵州茅台股票价格拆解图



资料来源：通联数据，华创证券

酒鬼酒是我国高端酒行列品牌，在 2012 年 11 月 19 日被爆由上海天祥质量技术服务有限公司查出塑化剂超标 2.6 倍。受此事件影响，没有停牌的白酒类上市公司遭遇资金打压，2012 年 11 月 20 日早盘白酒股大跌之后午后再度暴跌。上图中我们可以清晰看到，2012 年股价下跌主要受到估值下调的影响，而当年茅台的业绩反而有一个稳定的上升。

另外，贵州茅台过去十年业绩爆发的年份分别为 2011 年、2012 年和 2017 年，经过上述拆解后也可以在图片中清晰地看到这一情况。

四、“十倍股”的研究

（一）“十倍股”的选取

首先，我们来明确一下如何定义“十倍股”。这里，我们借鉴了乔尔·格林布拉特在《股市稳赚》中“神奇公式”的思路，对股价的年复合增长率和回撤水平进行时间加权后，以排序的方式，选取出整体排名靠前的股票，作为用于研究的“十倍股”。

（1）全 A 范围内进行选择;

（2）统计期间自 2009 年 1 月 1 日至 2018 年 7 月 31 日;

（3）股票上市日早于 2015 年 1 月 1 日;

（4）计算股票价格的年复合增长率（CAGR），并按照该 CAGR 值进行排序;

（5）计算股票的期间累积最大回撤，并按照该回撤值进行排序;

（6）使用最大回撤发生时间对步骤（5）中的最大回撤排序进行加权；权重具体的计算方式为：区间总长度/最大回撤发生的时间距今的期间数；换句话说，最大回撤发生的时间距离现在越近，对最大回撤排名的影响越不利;

（7）取步骤（5）和步骤（6）中的排名进行相加，并乘以该股票上市持续期间的长度进行加权，得到加权后的股票排名；权重的计算方式具体为：全区间对应年份数/该股票自身上市对应年份数；换句话说，股票上市的时间越短，同样的 CAGR 和最大回撤时其排名越靠后；

（8）使用步骤（7）中得到的股票排名再次对股票进行排序，取排名中前百分之十的股票即为“十倍股”股票池。

图表 16 “十倍股”名称列表

股票名称	股票名称	股票名称	股票名称	股票名称	股票名称	股票名称
银亿股份	岭南股份	老白干酒	中航光电	恒顺醋业	科大智能	兴业矿业
伟星新材	天润数娱	索菲亚	洲明科技	紫天科技	蓝光发展	人福医药
金达威	神州数码	海康威视	贵州茅台	鱼跃医疗	航天电器	天齐锂业
海亮股份	大华股份	小天鹅 A	上汽集团	福耀玻璃	大连圣亚	复星医药
老板电器	国睿科技	恒瑞医药	天润乳业	康恩贝	中洲控股	中国医药
一汽富维	我武生物	华东医药	江特电机	金卡智能	天银机电	盈峰环境
金禾实业	国瓷材料	宜华健康	华域汽车	康达新材	东方金钰	新洋丰
吉艾科技	美的集团	浙江美大	S 佳通	风华高科	兔宝宝	白云山
东睦股份	跨境通	爱尔眼科	华宇软件	经纬纺机	云南白药	顺丰控股
高新兴	伊利股份	济川药业	康美药业	恩华药业	内蒙一机	五粮液
皇庭国际	古井贡酒	立讯精密	三聚环保	紫光股份	丽珠集团	荣盛发展
太极实业	天赐材料	信维通信	瑞康医药	赣锋锂业	北讯集团	奥特佳
青岛金王	仁东控股	深圳惠程	北新建材	通化东宝	威孚高科	龙净环保
华工科技	片仔癀	恒力股份	飞凯材料	顺络电子	华天科技	中昌数据
伊力特	长春高新	格力电器	中炬高新	美晨生态	同仁堂	西藏药业
通化金马	通策医疗	亨通光电	华帝股份	东方雨虹	中颖电子	西王食品
上海家化	上海莱士	阳光城	奥马电器	京新药业	方大炭素	国盛金控
航民股份	康得新	海天味业	中国国旅	万华化学	博信股份	涪陵电力
涪陵榨菜	美年健康	京蓝科技	均胜电子	贝瑞基因	博雅生物	三诺生物
上海机场	牧原股份	中航机电	生物股份	法拉电子	国电南瑞	华海药业
我爱我家	利亚德	三安光电	世纪华通	苏泊尔	老凤祥	天士力
信立泰	华夏幸福	飞马国际	全新好	青岛海尔	宇通客车	炼石有色
智飞生物	烽火通信					

资料来源：通联数据，华创证券

（二）“十倍股”特征

1、数值特征

在我们的筛选标准下，共选出“十倍股”163 只，平均 CAGR 值 29.36%，期间内平均最大回撤幅度-56.87%，期间内平均最高涨幅 13.98 倍，上涨幅度最大的年份中，平均涨幅达 167.80%，而下跌幅度最大的年份中，平均跌幅为-30.10%。

所有股票中：

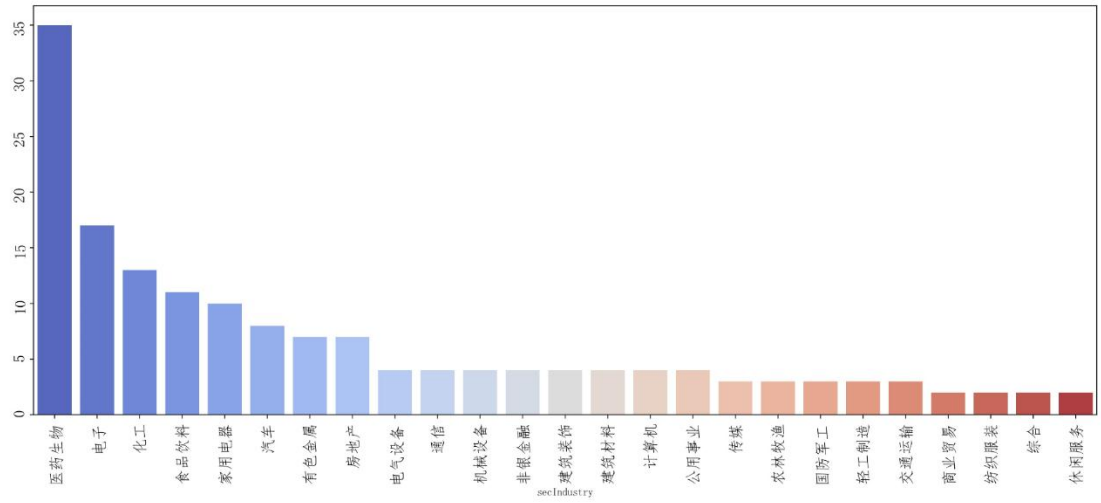
（1）CAGR 最高的股票为华夏幸福，年复合增长率为 54.94%；CAGR 最低的股票为扬农化工，CAGR 值为 20.03%。

（2）最大上涨幅度最高的为华夏幸福，最高上涨 95.74 倍；最低的为飞凯材料，上涨 3.10 倍；

（3）累积最大回撤最小的是海天味业，为-32.60%；最大的是深圳惠城，为-70.16%；同期沪深 300 累积最大回撤为-72%。

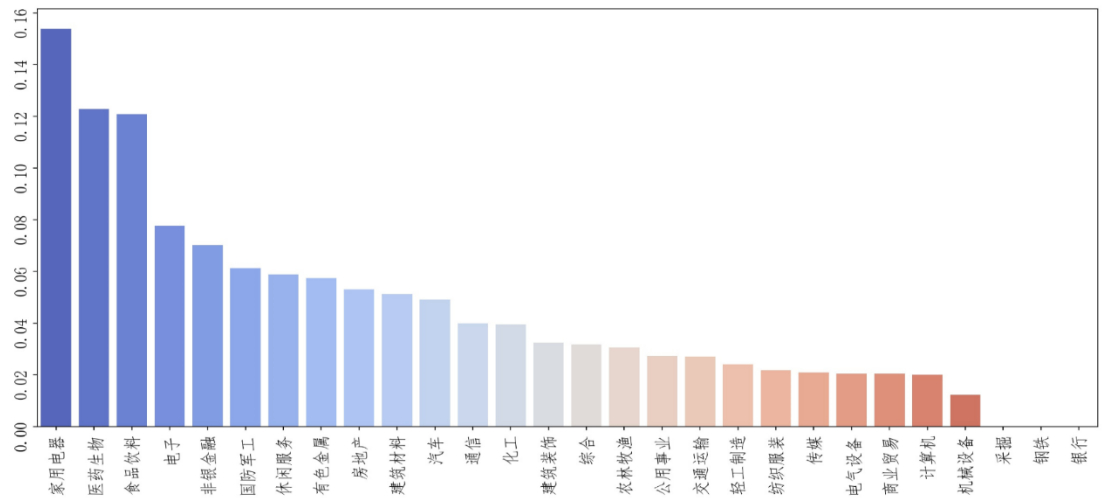
2、行业分布

图表 17 “十倍股”绝对数量行业分布图



资料来源：通联数据，华创证券

图表 68 “十倍股”相对占比行业分布图



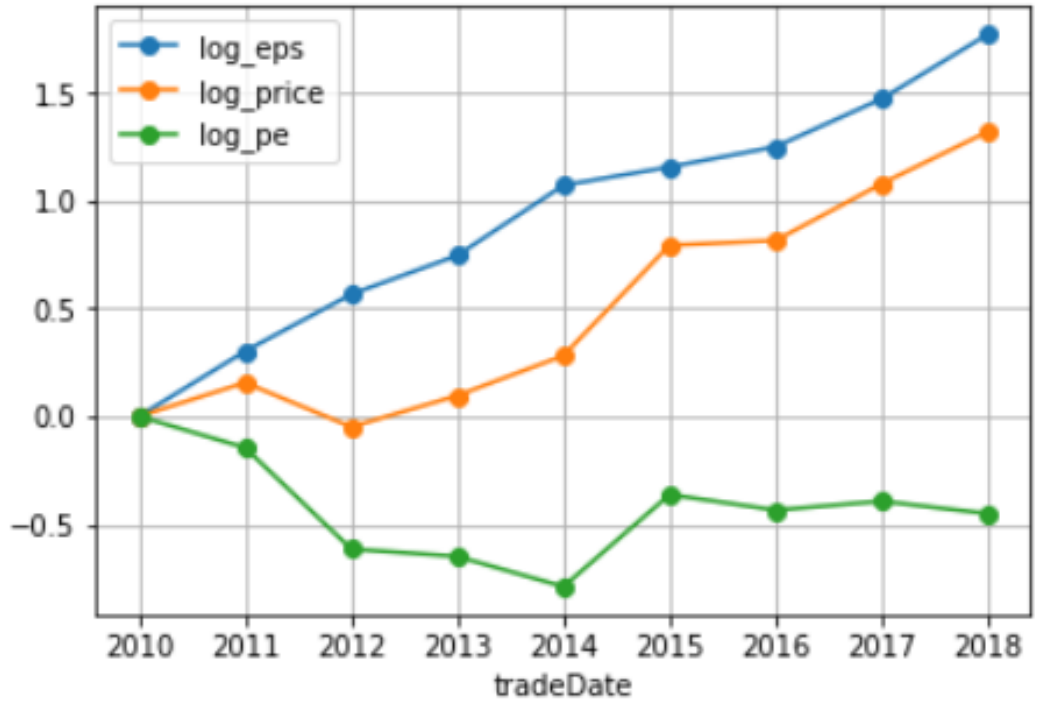
资料来源：通联数据，华创证券

整体来看，“十倍股”在过去十年中的高产行业为：家用电器、医药生物、食品饮料和电子。

（三）“十倍股”的价格拆解

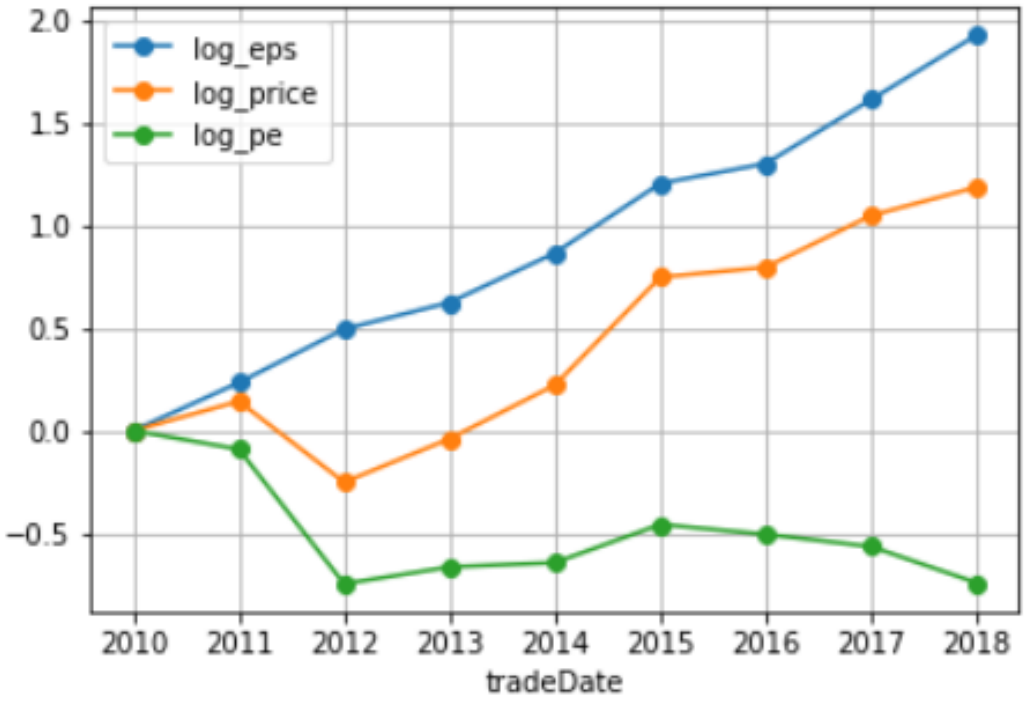
我们以等权的方式构造“十倍股”的一篮子指数，并对中位数和均值分别进行了股价变化的拆解，如下图所示：

图表 79 “十倍股”均值价格拆解



资料来源：通联数据，华创证券

图表 20 “十倍股”中位数价格拆解

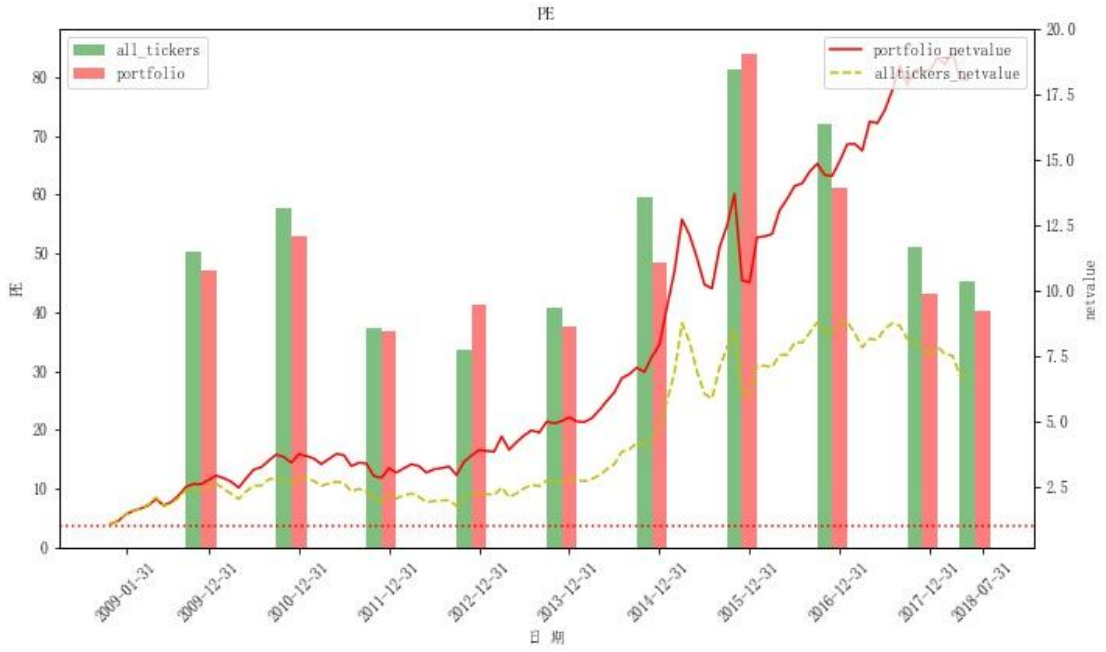


资料来源：通联数据，华创证券

整体来看，“十倍股”的股价其变化主要来自于盈利能力的稳定增长，而估值水平反而是一个温和下降的走势。

那么，这是否说明“十倍股”整体的估值是比较低的呢？这还需要我们在截面上对估值数据进行一个观察。

图表 21 “十倍股”截面 PE 情况时序图



资料来源：通联数据，华创证券

图表 22 “十倍股”截面 EPS 情况时序图



资料来源：通联数据，华创证券

（图中绿、粉色柱体分别表示因子数值在同年全 A 和“十倍股”上的平均水平；红色实心折线代表同期“十倍股”等权走势，黄色虚心折线代表同期全 A 等权走势）

我们可以看到，在截面上来看，“十倍股”整体上与价值投资的理论是相一致的，其估值水平在过去的近十年

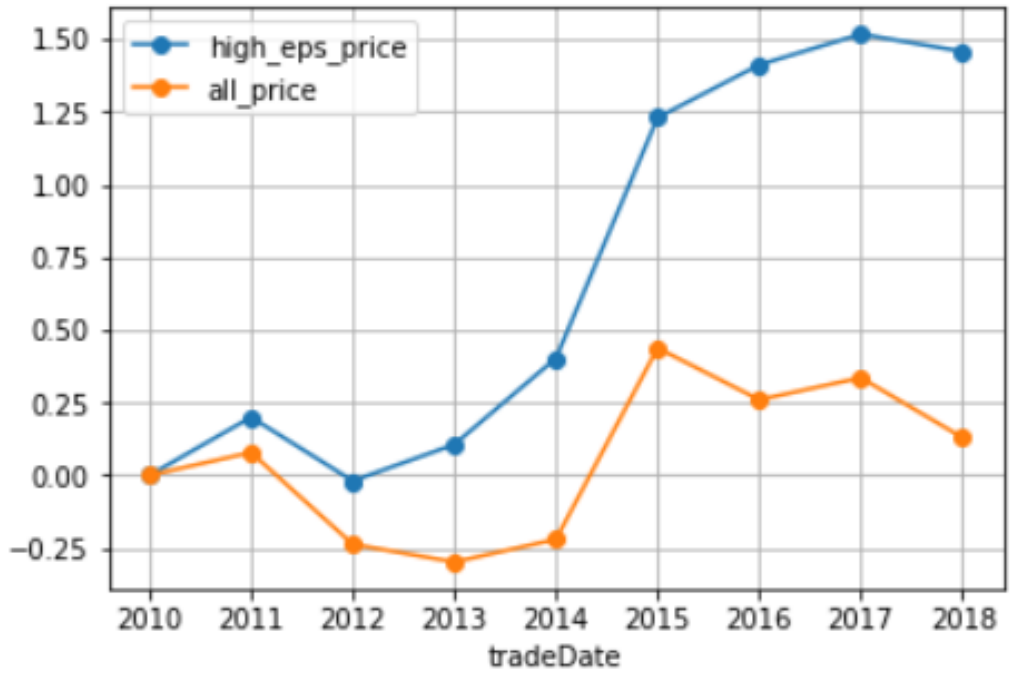
中基本上保持在全市场中位数水平以下，而 EPS 却远远高于市场的中位数水平。这一数据，与前面阐述的价值投资理论再一次得到了印证。

（四）高增长股票的表现

我们已经证明了我们定义的“十倍股”其过去近十年中的收益主要来自于盈利的增长，那么，如果挑选过去十年中盈利增速最快的股票，其股价是否能够战胜市场呢？

选取的方式是：只选取上市时间早于测试区间的股票，同时要求股票必须全区间内的 EPS 均大于 0（这是由于对于出现过负 EPS 的公司，首先无法计算其 log 变化，另外业绩增速也会出现过高的失真情况），然后对全区间的 EPS 增长率情况取平均值，选取出排名最前的 10%股票作为股票池。

图表 23　业绩高增速股票等权累积收益率时序图



资料来源：通联数据，华创证券

图表 24　业绩高增速股票收益率拆解图



资料来源：通联数据，华创证券

我们发现，业绩平均增速最快的股票，其收益率虽然远远跑赢了同期的全 A 等权，但相比较其超高的业绩增速而言，并没有实现我们所预期的股价爆发式的上涨，这主要是因为其估值水平在显著的发生下降所导致。

我们分析，可能存在的原因是：第一，公司的业绩增长其实并不稳定，一旦出现业绩下滑，则市场出现戴维斯双杀效应；第二，高业绩增长的股票本身估值较高，当市场整体估值发生回调时，其受到的估值回调幅度或许会大于市场平均水平。

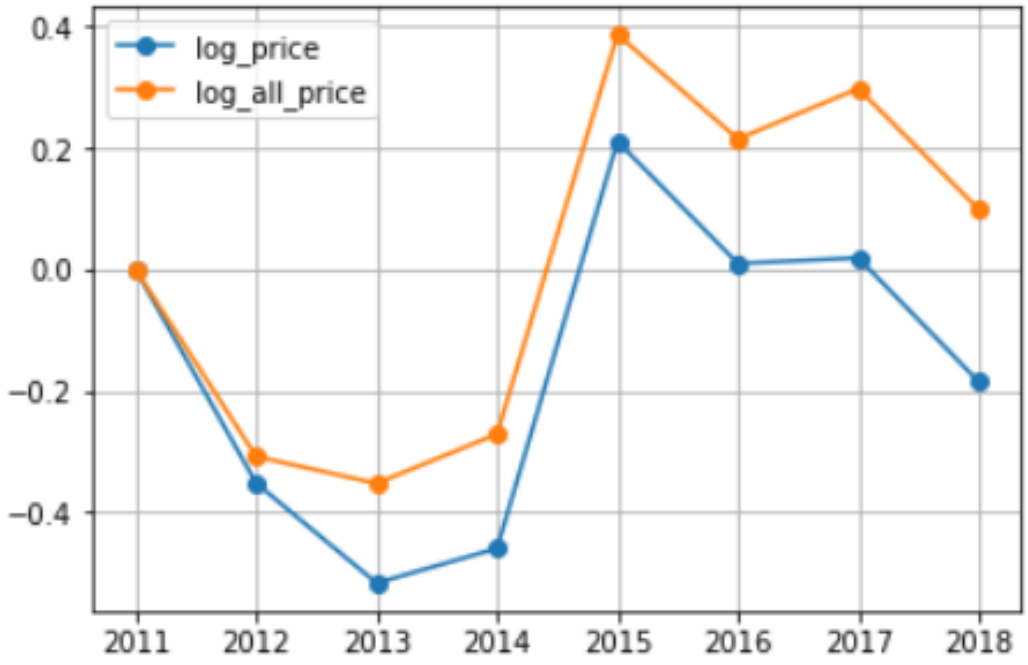
尽管如此，整体来看，高增长股票还是具有相当的优势。

（五）另一种角度

既然盈利的增长是贡献股价增长的核心因素，那么盈利增长是否具备可持续性呢？

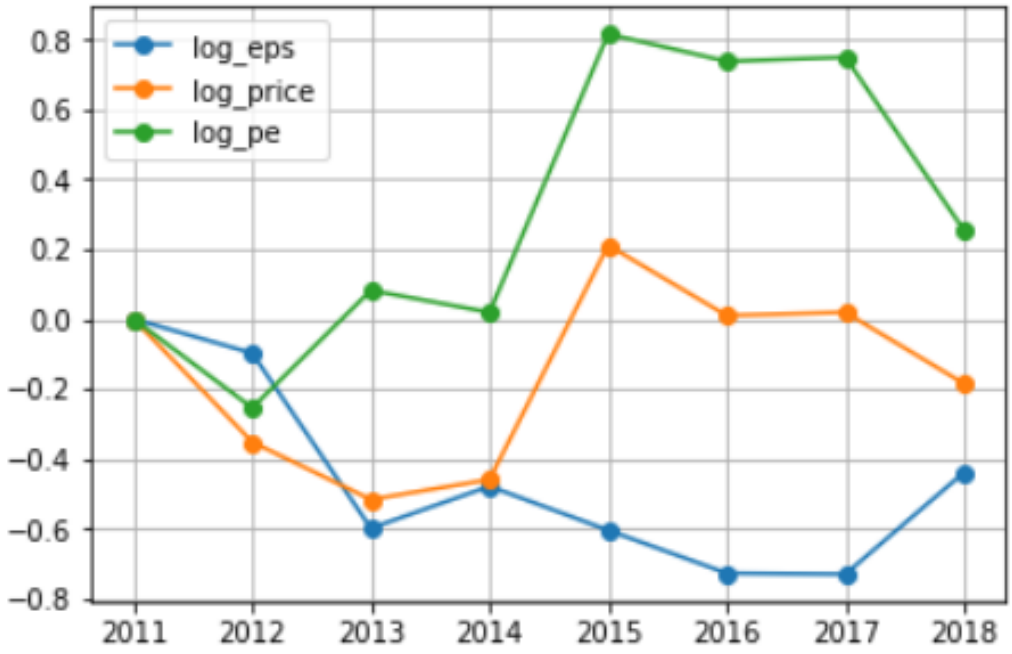
此处，选取前一年业绩增长率最高的前 10%股票，持有一年，观察下一个年度的股票价格变化情况。

图表 25　持有上年度业绩增速最快股票等权累积收益率时序图



资料来源：通联数据，华创证券

图表 26　持有上年度业绩增速最快股票等权累积收益率拆解图



资料来源：通联数据，华创证券

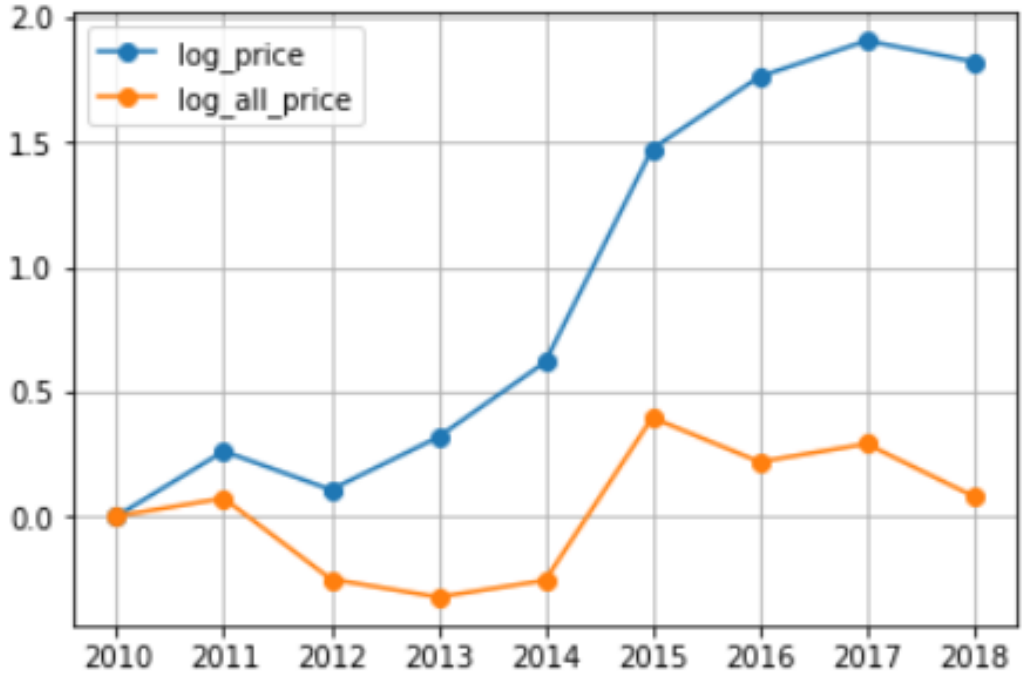
这种情况下，我们发现我们无法通过过往业绩选出未来业绩仍然高成长的股票，这说明高的业绩增长率其实并不具有很强的持续性。

那么，这是否说明盈利增长是无意义的呢？

我们在每一年的年报公布日，以下一年度盈利增长最迅速的股票作为股票池，持有一年，并观察其收益率情况。

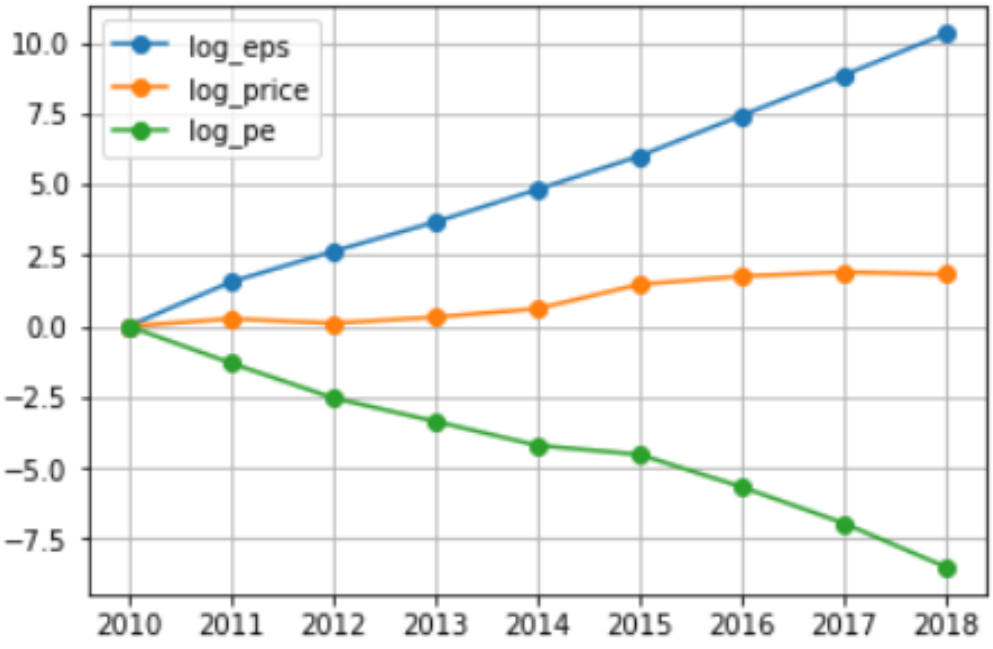
这种方式下，我们其实使用了未来的数据。

图表 27　持有未来一年业绩增速最快股票等权累积收益率时序图



资料来源：通联数据，华创证券

图表 28　持有未来一年业绩增速最快股票等权累积收益率拆解图



资料来源：通联数据，华创证券

这个策略的结果再次说明，只要我们能够通过研究甄别出未来盈利能力最强的股票，我们是可以轻易战胜市场

的，而这也就是整个投资的核心所在。

五、总结

本文中，我们先是站在时间序列的角度上，对 2009 年以来历年高涨幅的股票做了一个简单的梳理，并从市场环境、市值效应、新股效应、资产重组四个角度对其进行了分析。最终我们发现，从每年来看，市场环境是决定股票上涨与否的先决条件，而市值效应、新股效应和以资产重组为代表的种种事件性因素，仅仅能在短期内对股价产生影响。

其次，我们以 2018 年 7 月 31 日静态时点作为分析的基本时点，着重选取了近十年中长期来看跨越牛熊的“十倍股”；然后，我们以价值投资理论为指导，从廉价和优质两个角度对整个“十倍股”股票池进行了分析和收益率的拆解。通过分析我们发现，A 股市场的“十倍股”从各个角度均与价值投资理论不谋而合。

最后，我们认为，十倍股的课题研究，其意义并不在于如何寻找到获取最高投资收益的方式，而是在于站在中长期角度去研究股票收益率的真实来源。事实证明，当处于一个较长的投资期限时，股票核心的收益率上涨来自于公司盈利的不断上涨。

由于长期表现优秀的股票其收益主要来自于盈利的上涨，当对其收益率进行拆解时，其估值水平呈现出了一个温和下降的趋势。这说明，尽管高盈利增长的股票其股价长期来看呈现出上涨的趋势，但幅度却未能赶上同期盈利的增长速度。

尽管长期来看，盈利增速成为是股票收益率的核心要素，但过高的盈利增速往往并不具备可持续性。当我们以上一年度盈利高增速的股票作为下一年持仓的股票池时，并无法获得超出市场平均水平的业绩，这说明过高的盈利增速并不具备持续性。

通过对公司、行业的深入研究，一旦能够命中未来具有爆发式增长的标的，则可以轻易战胜市场平均水平。

进行基本面量化研究，不仅仅需要关注常规的财务、估值等指标，更应该关注与具体公司、行业相关同步甚至据前瞻性的数据的量化方法（如汽车行业的每月产销量数据、航空业的燃油价格、汇率数据等）。自上而下地进行量化研究，而非完全仰仗于财务报表、股价等历史数据，这也是我们未来的研究重点。

量化研究组团队介绍

首席分析师：陈杰

武汉大学经济学硕士，CFA、FRM。2017 年加入华创证券研究所。2010 年新财富金融工程领域第二名，2011 年新财富金融工程领域第三名，2014 年新财富金融工程领域第四名，2015、2016 年新财富金融工程领域第三名。

高级研究员：王小川

同济大学管理学博士。2017 年加入华创研究所。

研究员：卢威

厦门大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

研究员：邵文

格拉斯哥大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：秦玄晋

上海对外经贸大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘昺轶

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500